

波司登(3998.HK)

淡季超预期表现彰显品牌力

——波司登点评报告

分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
 联系人: 陈腾曦、林骥川、詹陆雨
 : mail@stocke.com.cn

评级 **买入**

上次评级 买入

当前价格 HKD 3.21

单季度业绩 元/股

报告导读

羽绒服业务直营收入和库存改善大幅超预期, 估值仍在低位坚定推荐。

投资要点

□ 淡季直营销售强劲, 品牌力提升带动毛利率超预期

波司登羽绒服在 FY21 上半财年收入表现优异。波司登 FY21 H1 疫情下依旧录得收入 46.6 亿 (+5%), 其中品牌羽绒服业务收入同增 18% 表现亮眼, 主品牌波司登收入同增 19.7%。在品牌羽绒服业务中, 直营收入增长 144% 至 11.1 亿, 批发收入由于主动帮助经销商降低负担, 下降 9.8%。其他业务方面, OEM 和女装受到疫情影响分部下降 8% 和 18.5%。

毛利率角度, 公司 FY21 H1 整体毛利率提升 4.3pct 至 47.8% 大超市场预期, 主要由于:

(1) 品牌羽绒服毛利率增长 3.5pct 至 56.4%, 这样明显的增长一方面由于直营收入占比提升, 同时也说明公司品牌力增强后产品销售单价提升明显; (2) OEM 虽然收入有所下降但依靠费用的节约, 毛利率依然提升 3.8pct 至 18.1%。

公司费用率控制稳定。虽然面对疫情影响但是公司在上半财年依旧保持费用率稳定, 销售费用率仅略微提升 0.7pct, 管理费用率提升 0.8pct。

在收入增长、毛利率提升明显, 费用率保持稳定的情况下, 公司营业利润率提升 3.5pct 至 14.3%, 营业利润率同比大幅增长 39%。

存货清理表现出色。截止 20.9.30 公司账上存货 26 亿较 20.3.31 略微下降 1.2 亿; 其中产出品库存由 22.6 亿下降至 19.2 亿, 相较于上个财年多出的 8.6 亿产成品库存, 我们认为在淡季公司已经出色地完成了较大比例的库存清理任务。

□ 直营逆势开店+持续投入品牌营销, 充分体现品牌势能向上趋势

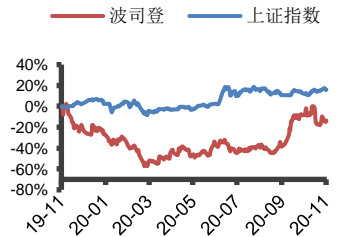
疫情下波司登直营体系继续逆势开店。FY21 H1 公司品牌羽绒服门店数虽然下降 202 家至 4664 家, 但是直营门店逆势增长 19 家至 1880 家, 其中波司登品牌直营门店增长 41 家至 1665 家。公司主品牌在疫情下持续开拓核心商圈直营店, 充分显示出龙头品牌的魄力和不断增强的竞争力。在公司“战京沪”的战略下, 我们有望看到更多核心城市核心商圈的门店。截止 20.9.30, 公司品牌羽绒服业务中有 26.9% 的门店位于一二线城市。

从营销投入上看, 公司持续在各大渠道的营销投入, 同时在 10 月 28 日在上海推出与爱马仕前创意总监高缇耶的联名款羽绒服, 继续着品牌文化的打造。

旺季逐渐来临, 期待全年公司表现。截止 20 年 11 月 11 日整体品牌羽绒服线上零售额增长超过 45%, 波司登主品牌的线上零售额增速同比超过 35%。我们认为随着旺季的到来, 公司持续向上的品牌力有望继续带动收入快速增长。

□ 盈利预测及估值

我们长期坚定看好公司品牌升级的战略大方向, 逐步提升的品牌力已经成为公司最大的资产。此次淡季的超预期表现更是对公司不断增强的品牌力的最佳佐证。我们对在即将到来的旺季中, 公司继续维持这样健康的成长势头保持信心。若今年冬天销售正常, 公司将去年冬天留下的库存问题根本解决, 将会是公司



公司简介

集团是中国最大的羽绒服企业, 通过六大核心品, 集团提供多种羽绒服产品以迎合不同阶层的消费者。

相关报告

报告撰写人: 马莉

联系人: 陈腾曦、林骥川、詹陆雨

未来长期稳定增长的最大保证。我们维持公司 FY21/22/23 净利润 15.0/19.4/23.3 亿的盈利预测，增速为 25%/30%/20%，对应估值 20/15/13X。

我们认为，目前对应下个财年 15X 左右的估值对于公司这样一个处于明确上升期的龙头品牌而言仍具性价比，此次淡季的表现有望更加坚定市场对其品牌力的信心，维持“买入”评级，持续推荐。

风险提示：疫情恶化超出预期，消费者需求变化

财务摘要

(百万元)	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
主营收入	12,191	13,181	15,351	17,747
(+/-)	17.40%	8.12%	16.47%	15.61%
净利润	1,203	1,500	1,943	2,333
(+/-)	22.61%	24.64%	29.56%	20.09%
每股收益 (元)	0.11	0.14	0.18	0.22
P/E	24.4	19.6	15.1	12.6

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	12,470	12,195	11,778	12,600
现金	3,639	2,963	2,793	2,884
交易性金融资产	568	714	714	715
应收账款	1,197	1,426	1,823	2,303
其他应收及预付账款	1,068	1,171	1,171	1,171
存货	2,726	2,649	2,004	2,254
其他	3,273	3,273	3,273	3,273
非流动资产	4,909	3,931	3,717	3,594
金额资产类	149	0	0	0
权益法核算的投资	0	1	2	3
固定资产	1,390	1,493	1,319	1,237
无形资产	1,654	1,596	1,561	1,525
有使用权资产	783	0	0	0
其他	933	842	835	829
资产总计	17,379	16,126	15,495	16,194
流动负债	4,690	3,593	2,669	2,987
短期借款	818	800	800	801
应付款项	3,241	2,789	1,864	2,181
租赁-流动负债	261	0	0	0
其他	631	5	5	5
非流动负债	2,286	1,896	1,896	1,896
长期借款	1,671	1,671	1,671	1,671
租赁-非流动负债	475	0	0	0
其他	140	225	225	225
负债合计	6,976	5,489	4,565	4,882
少数股东权益	189	183	176	169
归属母公司股东权	10,214	10,454	10,754	11,143
负债和股东权益	17,379	16,126	15,495	16,194
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	949	1,235	1,883	2,698
净利润	1,203	1,500	1,943	2,333
折旧摊销	546	276	296	324
财务费用	(57)	(140)	(135)	(134)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(336)	(708)	(677)	(413)
其它	(408)	308	456	587
投资活动现金流	1,623	(1,069)	(1,003)	(1,246)
资本支出	(296)	(570)	(80)	(200)
长期投资	1,288	(923)	(1,003)	(1,245)
其他	630	424	80	199
筹资活动现金流	(687)	(842)	(1,050)	(1,360)
债务的增加	0	0	0	0
股息及利息支付	(687)	(842)	(1,050)	(1,360)
其他	0	0	0	0
现金净增加额	1,884	(676)	(170)	91

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12191	13181	15351	17747
营业成本	(5486)	(6181)	(6979)	(8090)
毛利润	6705	7000	8372	9657
销售费用	(4325)	(4206)	(4821)	(5417)
管理费用	(853)	(923)	(1075)	(1242)
其他收入及收益	162	115	105	106
营业利润	1599	1931	2527	3048
财务费用	1	60	54	53
以权益法核算的投资	0	0	0	0
除税前溢利	1600	1991	2581	3101
所得税	(405)	(498)	(645)	(775)
净利润	1195	1493	1936	2326
少数股东损益	8	6	7	7
归属母公司净利润	1203	1500	1943	2333
EBITDA	2073	2147	2772	3321
EPS (最新摊薄)	0.11	0.14	0.18	0.22
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	17.4%	8.1%	16.5%	15.6%
营业利润	16.6%	20.8%	30.8%	20.6%
归属母公司净利润	22.6%	24.6%	29.6%	20.1%
获利能力				
毛利率	55.0%	53.1%	54.5%	54.4%
净利率	9.9%	11.4%	12.7%	13.1%
ROE	12.0%	14.5%	18.3%	21.3%
ROIC	10.8%	12.8%	16.4%	0.0%
偿债能力				
资产负债率	40.1%	34.0%	29.5%	30.2%
净负债比率	67.1%	51.6%	41.8%	43.2%
流动比率	2.7	3.4	4.4	4.2
速动比率	1.8	2.3	3.2	3.1
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	1.0	1.1
应收帐款周转率	8.3	11.0	13.0	11.0
应付帐款周转率	1.8	2.1	3.0	4.0
每股指标(元)				
每股收益	0.11	0.14	0.18	0.22
每股经营现金	0.09	0.12	0.18	0.25
每股净资产	0.95	0.97	1.00	1.04
估值比率				
P/E	24.4	19.6	15.1	12.6
P/B	2.9	2.8	2.7	2.6
EV/EBITDA	20.8	19.8	15.2	12.9

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>